

Станислава Тодорова\*

## ПРЕОБРАЗУВАНЕТО НА ТЪРГОВСКИ ДРУЖЕСТВА: ГЛОБАЛНИ И НАЦИОНАЛНИ АСПЕКТИ

Анализирани са мотивите и факторите, влияещи върху преобразуването на търговски дружества. Изведени са основните причини и обстоятелства, типични за преобразуването на големите корпорации, опериращи в страните с развити икономики. Изследвани са две дружествени реорганизации между чуждестранни предприятия, при които след преобразуване на база конкретни финансови и нефинансови показатели са налице дискутираните мотиви за преобразуване. Разгледана е спецификата на мотивите за преобразуване, породена от особеностите на българската практика. Извършена е съпоставка между причините за преобразуване, характерни за сделките между големи транснационални компании, и обстоятелствата, мотивиращи осъществяването му между български дружества.<sup>1</sup>

JEL: G34

Процесите по преобразуване на търговски дружества са причина, предпоставка и последица от развиващата се глобализация на икономиката. Установяването на транснационални компании и на глобализирани пазари оказва голямо влияние върху популярността и активността на тези сделки. В този контекст в рамките на XX век е налице „прогресивно развиваща се тенденция на интернационализация и международна икономическа интеграция. Тя протича крайно неравномерно във времето с приливи и отливи” (вж. Младенова, 2011, с. 68-69).

В нейното развитие специалистите обикновено обособяват три етапа. Първият е периодът до началото на Първата световна война, който се характеризира с интензивно развиваща се международна търговия, международно движение на капитала и трудова миграция. Последиците от войната обособяват втория етап, когато неблагоприятните процеси в икономиката (Великата депресия) не позволяват възобновяването на тенденцията към интернационализация. Тя започва да се възстановява постепенно след края на Втората световна война (трети етап), първоначално бавно, а към края на века с все по-високи темпове и мащаби. През последното десетилетие на XX век процесите на международна интеграция се развиват при нови условия и придобиват нови качествени характеристики, което дава и основание на икономистите да заговорят за „глобализация” на икономиката (Младенова, 2011, с. 68-69). Общоприето е разбирането, че

---

\* Докторант в ИУ-Варна, катедра „Счетоводна отчетност”, stanislava\_\_todorova@abv.bg

<sup>1</sup> Stanislava Todorova. TRANSFORMATION OF COMMERCIAL COMPANIES: GLOBAL AND NATIONAL ASPECTS. *Summary:* The study analyzes the motives and factors influencing the transformation of commercial companies. It outlines the main reasons and circumstances, typical for transformation of large corporations operating in countries with developed economies. Two corporate reorganizations between foreign enterprises are examined. Based on specific financial and non-financial indicators the author proves the existence of the discussed motives for conversion. The study focuses on the reasons for transformation due to the specific procedure in Bulgaria. A comparison is made between the reasons for transformation, usual for transactions between large transnational companies and the circumstances motivating the implementation of conversion between Bulgarian companies.

това е неоспорим и реално протичащ процес, който има изключително значение за съвременното икономическо развитие. Според проф. Младенова (2015, с. 7-8) „глобализацията започва да се развива, когато растящите международни връзки довеждат до появата на елементи на икономическа взаимозависимост, т.е. започва процес на постепенно преодоляване на националната обособеност на отделните национални икономики“.

Този специфичен процес оказва особено влияние върху развитието и усъвършенстването на сделките по преобразуване. Паралелно с интернационализацията, реструктурирането на компаниите става масово явление и придобива големи мащаби. В такива условия корпоративните трансформации са важен стратегически инструмент за бизнес-планиране и за осигуряване на силни пазарни позиции. Успешните дружествени реорганизации допринасят за реализирането на сериозни приходи и предоставят търговски или тактически предимства на реструктурирания бизнес. Доказателство за това са компаниите с най-висок рейтинг в световен мащаб, умело приложили или балансирано съчетали придобиванията<sup>2</sup>, сливанията, отделянето и разделянето на бизнеси.

Нашето изследване се ограничава до анализ на преобразувания от вида „сливане“ (merger), „вливане“ (acquisition), „разделяне“ (corporate split-up) и „отделяне“ (corporate spin-off), и то само за един определен период, обхващащ последните 15 години - от 2000 до 2014 г. Изложените примери са свързани с пет големи чуждестранни корпорации от различни отрасли и държави, които са типични представители на успешно приложена стратегия за растеж и развитие, базирана на процесите по преобразуване (вж. табл. 1).<sup>3</sup> Това са предприятия, които присъстват в класацията за най-големи компании в света на сп. „Форчън“ и сп. „Форбс“ за 2014 г.,<sup>4</sup> те са глобални, реализират приходи в особено големи размери, обект са на обществен интерес и се приемат за успешни и значими за световната икономика. Нашите проучвания показват, че разглежданите дружества активно осъществяват сделки по преобразуване и следователно залагат на стратегия за растеж и развитие, базирана на този процес. Изчислявайки основни финансови показатели, се установява, че през периода 2010-2014 г. се увеличават икономически стойности на показателите за платежоспособност и ликвидност, а дружествата отчитат повишение на финансовия резултат и цялостно подобрене на финансовото си състояние.

<sup>2</sup> В превод от английски език („mergers and acquisitions“) общоприет и често употребяван от специалистите в България е терминът „сливания и придобивания“. В правната терминология у нас се използва аналогичната дефиниция „сливания и вливания“, а в икономическата теория – „сливания и поглъщания“. С оглед на употребата и на трите понятия в литературата на български език използването на термините „вливане“, „придобиване“ и „поглъщане“ тук се приема за тъждествено.

<sup>3</sup> Успешно приложили процесите на преобразуване са също големи корпорации като „Johnson and Johnson“, „IBM Corporation“, „General Electric“, „RJR Nabisco, Inc.“, „United Technologies Corporation“, „AT&T Corp“ и др.

<sup>4</sup> Вж. The world's 500 largest companies, <http://fortune.com/global500>; The World's Biggest Public Companies, <http://www.forbes.com/global2000/list>

Таблица 1

Примери за големи компании, умело приложили процесите по преобразуване, млн. USD

Компания	Отрасъл	Преобразувания	Финансови показатели към последния приключен отчетен период							
			Финансов резултат		Степен на имобилизация на имуществото		Коефициент на обща ликвидност		Коефициент на платежоспособност	
			31.12.2010	31.12.2014	31.12.2010	31.12.2014	31.12.2010	31.12.2014	31.12.2010	31.12.2014
„JPMorgan Chase & Co.“	Финансови услуги	Създаване на компанията чрез сливане на „Chase Manhattan Corporation“ и „J.P. Morgan & Co.“ (2000); сливане с „Bank One Corp.“ (2004); придобиване на „The Bank of New York Co. S.“ (2006); „Bear Stearns & Co. Inc.“ (2008); „Washington Mutual Bank“ (2008); „ClimateCare“ (2008)	15 764	21 762	8,27	7,89	0,39	0,36	0,09	0,10
„Vodafone Group plc.“	Телекомуникации	Придобиване на „Eircell“ (2001); „J-Phone“ (2001); „Bluefish Communications Ltd“ (2011); „Cable & Wireless Worldwide (CWW)“ (2012); „TelstraClear“ (2012); „Kabel Deutschland Holding AG“ (2014)	13 305	92362	1,57	1,35	0,50	0,99	1,37	1,43
„Pfizer, Inc.“	Фармация	Придобиване на „Warner-Lambert“ (2000); „Pharmacia Corporation“ (2003); „Viconon Pharmaceuticals, Inc.“ (2005); „Idun Pharmaceuticals, Inc.“ (2005); „Wyeth“ (2009); „King Pharmaceuticals“ (2010); „Ferrosan Holding A/S“ (2011); „NextWave Pharmaceuticals Incorporated“ (2012); „Alacer“ Corp. (2012); „InProPharma“ (2014); „Nospira“ (2015); отбеляване на „Zoetis“ (2013);	8257	9135	1,52	1,56	2,11	2,67	0,83	0,73
„SonocoPhillips Co.“	Горива	Създаване на компанията чрез сливане на „Sonoco Inc.“ и „Phillips Petroleum Co.“ (2002); отбеляване на „Phillips 66“ (2012);	11 358	6869	1,76	1,94	1,26	1,31	0,79	0,81
Phillips 66 Company			4124	4194	1,45	1,45	1,44	1,50	0,76	0,83
„Mondelēz International, Inc.“ (преди 2012г. „Kraft Foods Inc.“)	Храни и напитки	През 2012 г. дружество „Kraft Foods Inc.“ осъществява отбеляване - новообразуването на дружество в „Kraft Foods Group, Inc.“, продължаващото дружество „Kraft Foods Inc.“ променя името си на „Mondelēz International, Inc.“	4114	2184	2,20	1,98	1,02	0,84	0,60	0,71
„Kraft Foods Group Inc.“			1642	1043	5,14	4,16	1,34	1,00	0,18	0,23

### Общи мотиви за преобразуване на търговски дружества

Общ за четирите основни форми на преобразуване е стремежът към постигане на *ускорен растеж* и *по-голяма ефективност*. Мотивите за преобразуване варират и се влияят от спецификата на отделните видове фирмено реструктуриране, но съществуват и подбуди, които са типични само за конкретен вид дружествена трансформация. В този контекст компаниите целят и постигат разрастване на бизнеса и оптимизиране на оперативната ефективност както чрез процесите по сливане и придобиване, така и чрез корпоративни реорганизации като разделяне и отделяне.

Таблица 2

#### Преобразувания, водени от стремеж към постигане на ускорен растеж и повишена ефективност, млн. USD

Компания	„Pfizer Inc.“		„Marathon Oil Corp.“		„Marathon Petroleum Corp.“
Преобразуване	Вливане на „Pharmacia Corp.“ в „Pfizer Inc.“		Отделяне на „Marathon Petroleum Corp.“ от „Marathon Oil Corp.“		
Отрасъл	Фармация		Горива		
Година на преобразуване	2003 г.		2011 г.		
Разходи	Преди вливането 31.12.2002 г.	23 718	Преди отделянето 31.12.2010 г.	8816	61 594
	След вливането 31.12.2004 г.	41 206	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	10 855	75 014
	След вливането 31.12.2006 г.	38 251	След отделянето 31.12.2012 г.	10 108	77 145
Приходи	Преди вливането 31.12.2002 г.	32 844	Преди отделянето 31.12.2010 г.	12 873	62 605
	След вливането 31.12.2004 г.	52 567	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	15 282	78 759
	След вливането 31.12.2006 г.	57 588	След отделянето 31.12.2012 г.	16 221	82 492
Финансов резултат	Преди вливането 31.12.2002 г.	9126	Преди отделянето 31.12.2010 г.	4057	1011
	След вливането 31.12.2004 г.	11 361	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	4427	3745
	След вливането 31.12.2006 г.	19 337	След отделянето 31.12.2012 г.	6113	5347
Коефициент на ефективност на разходите	Преди вливането 31.12.2002 г.	1,38	Преди отделянето 31.12.2010 г.	1,46	1,02
	След вливането 31.12.2004 г.	1,28	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	1,41	1,05
	След вливането 31.12.2006 г.	1,51	След отделянето 31.12.2012 г.	1,60	1,07
Коефициент на рентабилност на приходите	Преди вливането 31.12.2002 г.	0,28	Преди отделянето 31.12.2010 г.	0,32	0,02
	След вливането 31.12.2004 г.	0,22	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	0,29	0,05
	След вливането 31.12.2006 г.	0,34	След отделянето 31.12.2012 г.	0,38	0,06
Коефициент на рентабилност на разходите	Преди вливането 31.12.2002 г.	0,38	Преди отделянето 31.12.2010 г.	0,46	0,02
	След вливането 31.12.2004 г.	0,28	Към момента на отделянето 31.12.2011 г.	0,41	0,05
	След вливането 31.12.2006 г.	0,51	След отделянето 31.12.2012 г.	0,60	0,07

Във връзка с мотивите тук ще анализираме две дружества, при които сделките по преобразуване в отраслите „Фармация“ и „Горива“ са едни от най-коментираните в специализираната преса и които след трансформацията отчитат и представят повишени стойности на икономическите показатели и подобро финансово състояние (вж. табл. 2).

От изчисленията от нас икономически показатели в табл. 2, които най-ярко отразяват мотивите за извършените преобразувания, може да се направи заключението, че при осъществяване на трансформациите в разглежданите дружества водещ мотив е стремежът към постигане на ускорен растеж и повишена ефективност.

1. Съгласно информацията, публикувана във финансовите отчети на „Pfizer Inc.“, дружеството понася разходи по интеграция и реструктуриране, свързани с придобиването на „Pharmacia Corp.“ до края на 2006 г., поради което анализът на мотивите и ефекта от преобразуването обхваща периода 2002 – 2006 г. По отношение на осъщественото вливане на фармацевтичната компания „Pharmacia Corp.“ в „Pfizer Inc.“ се констатира следното:

- Според данните от табл. 2 през изследвания период се наблюдава значително увеличение на финансовия резултат.
- Подобрени са показателите за ефективност и рентабилност на разходите.
- Разходите за производство, развитие и маркетинг на единица продукт спадат със 197 хил. USD към края на 2006 г.
- През годината преди вливането броят на заетите лица е намалял със 7321 човека, а през 2004 г. - с 12 248 човека, което говори за желание да бъдат редуцирани трудовите разходи.
- Участващите в преобразуването дружества оперират в един отрасъл, което предполага стремеж към елиминиране на дублиращи се операции и постигане на оперативни синергии.

Чрез осъщественото придобиване „Pfizer Inc.“ получава възможност да развие нова продуктова линия и да навлезе на пазара на медикаменти за онкологични заболявания, като прибавя към продуктовото си портфолио най-успешните медикаменти за артритни заболявания, собственост на „Pharmacia Corp.“. Тези предимства от извършеното преобразуване допринасят за постигане на по-голяма диверсификация.

2. Решението на американската петролна компания „Marathon Oil Corporation“ да отдели операциите по рафиниране на суровия нефт от дейностите по проучване и добив на нефт чрез обособяване на ново предприятие „Marathon Petroleum Corporation“ е още един пример за преобразуване с цел оптимизиране на дейността и разрастване на бизнеса. Информацията във финансовия отчет на преобразуващото се дружество показва подчертана липса на физическа интеграция между отделните бизнес-сегменти, като едва

5% от добития суров нефт се обработват от фирмените рафинерии. Това свидетелства за наличието на негативни синергии от дейността, което предопределя решението за предприемане на вътрешна реконструкция.

Водеща стратегия на отделеното дружество след преобразуването е да се акцентира върху повишаването на производствения капацитет на компанията за износ на рафинирани продукти на международните пазари, където търсенето бързо нараства. През 2012 г. производственият капацитет за износ на петрол с ниско съдържание на сяра е 150 хил. барела на ден, а през 2014 г. нараства до 345 хил. барела леко гориво на ден (вж. Годишен финансов отчет за 2014 г. на „Marathon Petroleum Corporation“).

От данните в табл. 2 се вижда, че финансовите резултати на двете дружества за периода преди и след отделянето се подобряват значително. За изследвания период величината на коефициентите за ефективност на разходите и рентабилност на приходите на преобразуващото се дружество „Marathon Oil Corporation“ се покачват сериозно. След преобразуването започват да се генерират по-високи приходи и печалби, съкращават се разходите, следователно се постига по-голяма ефективност от дейността. Сходни са и изводите от анализа на показателите на отделеното дружество „Marathon Petroleum Corporation“. След преобразуването в него са налице допълнителни спестявания и подобрени величини на показателите за рентабилност на приходите и разходите.

Изведените констатации водят до заключението, че целта на осъществяването отделяне е постигане на корпоративен растеж и на оптимални резултати чрез акцентирание върху приоритетните стратегии на отделените компании.

### **Мотиви за осъществяване на преобразувания от вида „сливане“ и „вливане“**

В чуждестранната икономическа литература (вж. Amihud and Lev, 1981; Harris et al., 1982; Malatesta, 1983; Eckbo, 1985; Bradley et al., 1988; Pound, 1988; Auerbach and Reishus, 1988; Shleifer and Vishny, 1989; Hayn, 1989; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Morck et al., 1990; Healy et al., 1992; Jensen, 1993; Berkovitch and Narayanan, 1993; Weston and Chung, 1990; Hayward and Hambrick, 1997; Barnes 1998; Ghosh and Jain, 2000; Moeller et al., 2004) мотивите за сливане и придобиване се класифицират в три групи: синергични ефекти (*synergy*), агентски мотиви (*agency*) и мотиви, свързани с погрешни преценки на ръководството (*hubris*). Тук сме възприели по-популярната сред българските специалисти класификация, според която мотивите за сливане и придобиване се обособяват в следните групи: икономически, управленски и специфични (вж. Данаилов, 2013; Филипова, 2010; вж. също доклада на „Прайсуотърхаус Купърс“, 2006).

### *Икономически мотиви*

Те са обусловени от стремежа на компаниите към постигане на подобрена ефективност, ускорен растеж и допълнителна възвръщаемост за акционерите. При вземането на решение за преобразуване ръководството е водено от желанието да се повиши икономическата стойност на бизнеса. Тези мотиви са свързани със следните фактори:

● *Растеж*. Възможността за постигане на ускорен растеж е основен мотив за предприемане на сливане или придобиване и е от особено значение в случаите, при които компаниите целят *разрастване чрез продуктова експанзия*. Повечето компании предпочитат ускореното разрастване чрез придобиването на вече създаден бизнес пред органичния растеж, тъй като установеният бизнес разполага с добре дефиниран и вече работещ продукт или услуги, изградена мрежа от клиенти, дистрибуционни канали, известен опит в бранша, опитен персонал и утвърдена репутация. „Разрастването чрез придобиване е една от стратегиите за най-бързо увеличаване стойността на компанията. То е значително по-бързо, но и по-скъпо от органичното разрастване. Например през 1990 г. „Ford“ изплаща значителна премия за придобиването на „Jaguar“, за да влезе скоростно на пазара на луксозни коли, докато „Toyota“ извършва това успешно след продължителното разработване на „Lexus“ (вж. Доклад на „Прайсуотърхаус Купърс, 2006).

Основното предимство на такъв вид придобиване, особено при *разрастването чрез географска експанзия* и навлизането на чуждестранен пазар, е достъпът до нематериални (неосезаеми) активи, например търговска марка, лицензи, патенти, техническо ноу-хау, разрешителни от местното законодателство и т.н., които по дефиниция са трудно достъпни и набавянето им изисква време и средства. Пример за осъществено преобразуване от подобен тип е придобиването на британския производител на чай „Tittley Ltd“ от индийската компания „Tata Tea“, която сега е вторият по големина производител на чай и безалкохолни напитки в света (World Investment Report 2000) Според ръководството на „Tata Tea“ единственият начин за навлизане на компанията на британския пазар, отчитайки културните различия и регулативните ограничения, е бил придобиването.

● *Синергия*. При разрастването на бизнеса чрез процесите на сливане и придобиване компаниите често насочват усилията и вниманието си към предимствата на сътрудничеството. Тук водеща е концепцията за синергия,<sup>5</sup> която по своята същност означава, че обединените бизнеси се допълват и добавят стойност към компанията след преобразуването. По този начин сборът от стойностите на фирмите, участващи в процеса, е по-малък от стойността на компанията след сливане или вливане. В икономическата теория този ефект обикновено се илюстрира чрез израза  $2+2=5$ . Мотивът за постигане на синер-

<sup>5</sup> Понятието „синергия“ произлиза от старогръцки (sin – заедно, и ergon – въздействам, действам).

гични ефекти от сделката е ясно изразен например при преобразуването на фармацевтичната корпорация „Pfizer“, която през 2010 г. придобива дружество „Wyeth“, действащо в същия отрасъл.

- *Хоризонтална интеграция.* Все повече компании си осигуряват лидерска позиция на пазара и постоянно конкурентно предимство чрез обединяване на бизнеси, опериращи в една и съща сфера на дейност (хоризонтална интеграция). Това води до подчертана централизация и уедряване на бизнеса, повишено пазарно влияние и намаляване на конкуренцията, което допринася за утвърждаването на разрасналия се бизнес като монополна фигура на пазара. Ето защо в тези случаи се налага намеса и упражняване на контрол от страна на антимонополните органи. През 1998 г. две от най-големите петролни компании – „Exxon“ и „Mobil Oil Company“, обявяват решението си за осъществяване на сливане. Сделката е на стойност 82 млрд. USD и чрез нея се създава най-мощната петролна компания в света. Независимо от това обаче новоформираната „Exxon-Mobil“ успява да убеди антимонополните органи, че не е налице заплаха от ограничаване на конкуренцията.

- *Вертикална интеграция.* Мотивите за преобразуване могат да бъдат насочени към осигуряване на лидерска позиция на пазара под формата на контрол върху даден дистрибутор или доставчик с цел затваряне на целия производствен цикъл от суровината до крайния потребител (т.нар. вертикални придобивания). Тези придобивания водят до създаването на една доста по-сложна фирмена организация, която изисква сериозно реструктуриране, обособяване на отделни центрове и внимателно разпределение на печалбите и разходите между отделните звена (вж. Доклад на „Прайсуотърхаус Купърс, 2006). Пример за умело и успешно прилагана стратегия за растеж чрез вертикална интеграция е създадената през 1961 г. италианска компания за производство на диоптрични и слънчеви очила „Luxottica Group S.p.A“.

- *Диверсификация.* Такава стратегия за разрастване на бизнеса се осъществява чрез придобиване на предприятие, опериращо в коренно различна сфера на дейност от тази на придобиващото го, и най-често се прилага при формирането на конгломератни структури. Най-общо дружествата я използват, когато желаят да навлязат в по-доходоносен отрасъл от този, в който текущо оперират. Обикновено това се случва, когато последният е достигнал своята зряла фаза или когато конкуренцията не позволява търгуването на цени, които биха донесли печалби за компанията.

#### *Управленски мотиви*

Управленските мотиви за преобразуване се открояват като научна област, по-предпочитана от изследователите при извършването на емпирични проучвания в сравнение с икономическите подбуди. В специализираната литература



се дискутира наличието на няколко разновидности управленски мотиви, но най-общо те са обединени в две групи: агентски (*agency*) и мотиви, свързани с „високомерието и гордостта на мениджърите“ (*hubris*).

● *Агентските мотиви* обуславят интересите и целите на ръководителите, свързани с осигуряването на постоянна и стабилна работна заплата и позиция, социален статут, влияние, високи пенсионни доходи. В случаите, когато мениджърите предприемат сливане или придобиване, водени от личните си интереси, възвръщаемостта за акционерите и максимизирането на стойността на компанията остават пренебрегнати. Поради тези причини управленските мотиви могат да доведат до намаляване на стойността на компанията след преобразуването. Пример в това отношение е един от главните директори на американската компания за системи за сигурност „Tyco International Ltd“ Dennis Kozlowski през 1992-2002 г., който по време на управлението си предприема редица сливания и придобивания, воден от лични интереси и цели, и през юни 2005 г. е осъден за присвояване на повече от 400 млн. USD корпоративни средства от компанията.

● *Преувеличени преценки*. Не е необичайно ръководителите да извършат дадено преобразуване въз основа на преувеличени преценки по отношение на стойността и качествата на придобиваното дружество. Голям принос в изследването на такъв вид управленски мотиви има американският учен Richard Roll. Той тества хипотезата, че причините за тези преувеличени преценки са тясно свързани с високомерието и самоувереността на ръководството (Roll, 1986, р. 197-216). Така изследователят се опитва да обясни причините, поради които при осъществяване на сливане или придобиване мениджърите са склонни да заплатят премия, надвишаваща многократно пазарната оценка на придобиваната компания. Според Roll това се случва, тъй като мениджърите са твърде уверени в способностите си да оценят качествата и стойността на дадена компания и следователно - да постигнат икономически ползи. Водени от високомерие, те налагат собствената си преценка за стойността и качествата на придобиваното предприятие, независимо че съществува обективна и коректна пазарна оценка. Типичен пример за стратегия на разрастване, базирана върху мотивите за преувеличени преценки и високомерие на ръководството, е управлението на Jean-Marie Messier, главен директор на „Vivendi Environment SA“ (днес „Vivendi S.A.R.L.“) от 1995 до 2002 г.

#### *Специфични мотиви*

Според доклада на „Прайсуотърхаус Купърс“ (2006) най-често те са насочени към осигуряване на опитно ръководство, листване на фондовата борса или придобиване на дадена компания единствено с цел бъдеща продажба на придобитото имущество от сделката на цени, много по-високи от балансовите им стойности (вж. примерите в табл. 3).

Таблица 3

Чуждестранни дружества - типични представители за извършено преобразуване от вида „сливане” или „придобиване” с конкретен водещ мотив

Мотив	Вид на преобразуване	Компания	Отрасъл
Ускорен растеж чрез продуктова експанзия	Придобиване Придобиване	„IBM Corporation” „Cisco Systems, Inc.” „Johnson & Johnson”	Информационни технологии Информационни технологии Потребителски стоки
Ускорен растеж чрез географска експанзия	Придобиване Придобиване Придобиване	„General Motors Company” „Hilton Hotels Corp.” „Diageo plc”	Автомобилна индустрия Хотелиерство Алкохолни напитки
Синергия	Придобиване Придобиване Придобиване Придобиване	„Anheuser-Busch InBev SA/NV” „Pfizer (Wyeth)” „Allegis Corporation” „Wachovia” „Carnival Cruise Line”	Бирена индустрия Фармация Туризм Финансови услуги Туризм
Хоризонтална интеграция	Сливане Придобиване Сливане Сливане Сливане	„Exxon-Mobil” „Chevron-Texaco” „Sirius - XM Radio” „Sprint-Nextel” „American Airlines-US Airways”	Горива Горива Медии Телекомуникации Авиация
Вертикални придобивания	Придобиване Придобиване Придобиване	„Luxottica” „Merck&Co” (Medco Cont. Services) „Home Depot” (Hughes Supply)	Производство и търговия на очила Фармация Търговия
Диверсификация	Придобиване	„General Electric” „United Technologies Corporation” „LVMH SE” „Textron”	Конгломератни структури
Агентски мотиви	Придобиване Придобиване	„Tyco International Ltd” (Dennis Kozlowski) „Citigroup Inc.” (Sandy Wiell)	Технологии Финансови услуги
Погрешни и преувеличени прецени на ръководството	Придобиване Придобиване	„Vivendi Environment SA” (Jean-Marie Messier) „Quaker Oats Company” (William Smithburg)	Медии/Водоснабдяване Потребителски стоки

### Мотиви за осъществяване на преобразуване от вида „разделяне” и „отделяне”

В специализираната литература причините за предприемане на разделяне и отделяне са разгледани сравнително *лаконично* в сравнение с тези за сливане и придобиване. Дискутират се предимно мотиви с икономически характер, насочени към увеличаване на икономическата стойност на компаниите - участници в преобразуването. За разлика от процесите по сливане и придобиване, където намеренията на ръководството често са свързани с преследване на лични интереси като финансови облаги и социален статут, при изследването на мотивите за разделяне и отделяне *не се откриват управленски подбуди от този вид*. Вземането на решение за разделяне или отделяне обикновено се извършва под въздействието на *комбинация от икономически мотиви*. Ето и някои предимства на разделянето и отделянето на дружества като водещи мотиви при вземането на решение за преобразуване:

● *Стремежът към постигане на бърз растеж и подобрена ефективност чрез увеличаване на корпоративния фокус* е най-често цитираният мотив за вземане на решение за отделяне на вътрешнофирмен бизнес-сегмент като самостоятелно юридическо лице. Типично за големите предприятия е създаването и поддържането на съвкупност от силно диверсифицирани бизнес-сегменти в рамките на дружеството, подчинени на общо централизирано управление. Отделянето на спомагателните дейности или на онези бизнес-сегменти, които не са свързани с основната дейност, допринася за елиминиране на кръстосаното субсидиране между отделните дивизии и за реализирането на „неикономии“ от мащаба.<sup>6</sup> Пример за такова отделяне, мотивирано от стремежа към постигане на повишена ефективност и растеж, е преобразуването на испанския конгломерат - производител на турбини и двигатели, „Gamesa“, който през 2001 г. отделя вътрешнофирмено подразделение, занимаващо се с инсталацията и оперирането на вятърни генератори.<sup>7</sup> *Увеличаването на корпоративния фокус чрез разделяне* е типично за компаниите решение в случаите, когато в рамките на корпоративната структура оперират две или повече основни дейности, характеризиращи се с относително еднаква доходност. В резултат от разделянето новоучредените икономически единици започват да генерират по-благоприятни финансови резултати и да работят по-ефективно като самостоятелни дружества, отколкото като обединена компания. Базирано на мотивите, свързани с увеличаване на корпоративния фокус, е например разделянето на бизнеса на производителя на антивирусен софтуер „Symantec“ през 2015 г.<sup>8</sup>

● *Стратегическите реорганизации като отделяне водят до отключване на потенциала на периферните за компанията дейности*, които биха могли да оперират по-ефективно като самостоятелни икономически субекти и да носят по-висок доход за корпоративните си собственици. Тяхното обособяване засилва фокуса на ръководството върху приоритетите и нуждите на отделения сегмент. Аналогично, при *преобразуване от вида „разделяне“* дружествата също се стремят да уловят потенциалните възможности на приблизително сходните по размер и доходност дейности, опериращи в компанията. Мотивът за отделяне с цел отключване на потенциала на отделните

<sup>6</sup> Schipper and Smith (1983) твърдят, че както съществуват икономии от мащаба, така е възможно да се появят и *неикономии от мащаба*, когато се комбинират коренно различни активи и дейности в рамките на една корпоративна структура. С разрастването на компанията стопанските дейности и организационните процеси се усложняват, разходите за управление и контрол се повишават до такава степен, че е възможно да надминат предходно генерираните синергии и ползи от консолидирането на компанията, което да доведе до общо влошаване на нейната ефективност.

<sup>7</sup> [http://www.capital.bg/biznes/predpriemach/2005/01/08/229576\\_polzata\\_ot\\_vzaimodeistviето\\_mejdu\\_riskovii\\_a\\_kapital\\_i/](http://www.capital.bg/biznes/predpriemach/2005/01/08/229576_polzata_ot_vzaimodeistviето_mejdu_riskovii_a_kapital_i/)

<sup>8</sup> Why Symantec split up into two companies, <http://marketrealist.com>

бизнес-сегменти се открива например при отделянето на компанията за парични преводи „Western Union Company“ от международната компания за разплащания с кредитни карти „First Data Corp.“ през 2006 г. (вж. Gaughan, 2015).

● *Създаване на допълнителна възвръщаемост за акционерите.* В специализираната икономическа литература особено обширно и задълбочено се изследва ефектът от осъществяването на тези реструктурирания върху икономическата стойност на компанията и възвръщаемостта на акционерите (вж. Hite and Owers, 1983; Miles and Rosenfeld, 1983; Schipper and Smith, 1983; Tehranian et al., 1987; Kudla and McInish, 1988; Seifert and Rubin, 1989; Vijn, 1994; Comment and Jarrell, 1995; Johnson et al., 1996; Cusatis et al., 1993 and 1994; Borde et al., 1998; Krishnaswami and Subramaniam, 1999; Huson and MacKinnon, 2003; Mulherin and Boone, 2000; Dittmar and Shivdasani, 2003; Veld and Veld-Merkoulova, 2004; Coakley et al., 2008). В резултат от проведени емпирични изследвания учениците единодушно стигат до заключението, че дружествените разделяния и отделяния водят до увеличение на цената на акциите, респ. до повишаване на възвръщаемостта за акционерите през периода на обявяване на намерението за преобразуване. Те достигат до извода, че тези процеси създават стойност за акционерите вследствие на повишаване на оперативната ефективност, намаляване на информационната асиметрия, правилно разпределяне на капиталите, оптимизиране на управленските дейности, данъчни облекчения, трансфер на благосъстояние от облигационерите към акционерите. Пример в това отношение е компанията за онлайн търговия „Ebay“, при която един от мотивите за отделяне на звеното ѝ за мобилни разплащания „PayPal“ е обусловен именно от стремеж към създаване на „устойчива доходност за акционерите”.<sup>9</sup> Според ръководството акциите на компанията поскъпват с 11% след новината, че дружеството се разделя с близо половината от своя бизнес. Същото се случва с компютърната корпорация „Hewlett-Packard“, чиито акции повишават стойността си с 4,4% при обявяване на разделянето ѝ на две компании.<sup>10</sup>

● Друг мотив, дискутиран от специалистите, е свързан със *стремежа към намаляване на информационната асиметрия*. Смята се, че фирменото реструктуриране чрез разделяне или отделяне спомага за генерирането на по-ясни, точни и конкретни информационни потоци между отделните бизнес-сегменти за нивото на рентабилност и оперативната ефективност, както и за приноса на конкретното фирмено подразделение във величината на общите приходи от дейността. Пример за такава мотивация е финализираното през 1996 г. разделяне на американската телекомуникационна компания „AT&T Corp.“ на три самостоятелни икономически единици: „AT&T Corp.“, „NCR Corporation“

<sup>9</sup> Вж. eBay, PayPal to Split Up in 2015 as Separate Companies, <http://www.eweek.com>

<sup>10</sup> Вж. Hewlett-Packard се разделя на две, <http://ureport.bg/Ureport>

и „Lucent Technologies Inc.“ Според председателя на компанията то има за цел да подобри прозрачността на генерираната информация за стратегията на всяка отделна бизнес-единица и източниците на възвръщаемост на инвеститорите (вж. Keller, 1995, p. A1).

● *Отделяне/разделяне след неуспешно придобиване/сливане.* В литературата (вж. например Allen, Lummer et al., 1995, p. 465-485) се дискутира още един специфичен мотив за предприемане на разделяне или отделяне, който е свързан с коригиране на предходно неразумно или погрешно решение за осъществяване на сливане или придобиване. Според авторите решението за корпоративно отделяне или разделяне възстановява загубената, „разрушената“ икономическа стойност от предходно реализираното неуспешно сливане или придобиване. Пример за преобразуване, базирано на този мотив, е разделянето на предходно обединените бизнеси на гигантската медийна компания „Time Warner“ и интернет-доставчика „American Online“ (AOL) през 2009 г. Сделката по сливане на двете дружества, осъществена през 2001 г., е известна като една от най-неуспешните транзакции, донесла на собствениците изключително големи загуби. Към датата на обявяване на разделянето обаче акциите на компанията отбелязват ръст от почти 20%.<sup>11</sup>

В табл. 4 са посочени примери за чуждестранни дружества, типични представители за извършено преобразуване от вида „разделяне“ или „отделяне“ с конкретен водещ мотив.

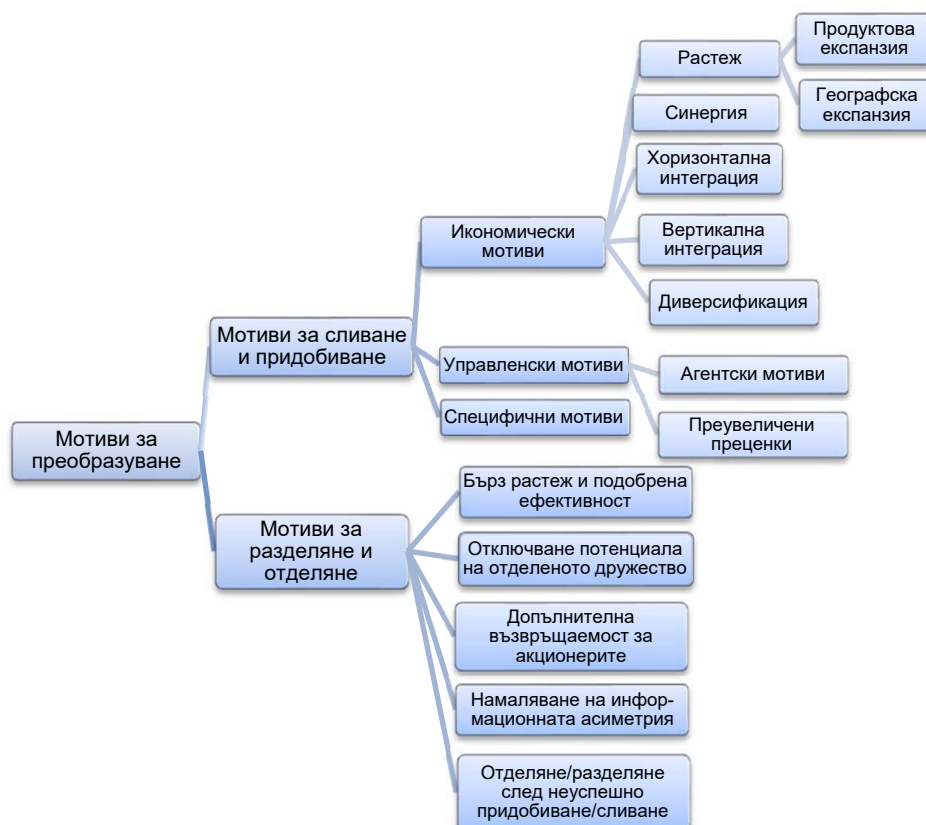
Таблица 4

Мотив	Вид на преобразуване	Компания	Отрасъл
Бърз растеж и подобрена ефективност чрез увеличаване на корпоративния фокус	Разделяне Отделяне Отделяне	„Symantec Corp.“ („Veritas Tech“, „Symantec Corp“) „ConocoPhillips Co.“ („Phillips 66 Company“) „Marathon Oil Corp.“ („Marathon Petroleum Corp“) „Gamesa Corporación Tecnológica“ („Cesa“)	Информационни технологии Горива Горива
„Отключване“ на потенциала на отделните бизнес-сегменти	Отделяне Отделяне	„RJR Nabisco Inc.“ („R.J. Reynolds Tobacco“) „First Data Corp.“ („Western Union Company“)	Потребителски стоки Финансови услуги
Създаване на допълнителна възвръщаемост за акционерите	Разделяне	„Cendant Corporation“ („Avis Budget Group“; „Wyndham Worldwide“; „Realogy; Travelport“)	Туристически услуги
Намаляване на информационната асиметрия	Разделяне Разделяне	„ITT Company“ („ITT Hartford“; „ITT Industries“; „ITT Corporation“) „AT&T Corp.“ („AT&T Corp.“; „NCR Corporation“; „Lucent Technologies, Inc“)	Конгломератна структура Телекомуникации
Отделяне/разделяне след неуспешно придобиване/сливане	Разделяне Отделяне Отделяне	„AOL Time Warner, Inc.“ („AOL Inc.“; „Time Warner Inc.“) „General Motors Company“ („National Car Rental“) „Ford Motor Company“ („Hertz Global Holdings Inc“)	Медии Автомобилна индустрия Автомобилна индустрия

Мотивите за преобразуване и тяхното класифициране са представени на следващата схема.

<sup>11</sup> Вж. Spin-Off Research In the News, <http://www.spinoffresearch.com>

Схема



**Специфика на мотивите за извършване на преобразуване от вида „сливане” и „вливане”, породена от българската действителност и практика**

С оглед на спецификите на националната икономическа среда мотивите за предприемане на преобразуване в България се различават от тези, характерни за икономиките на развитите държави. Основната причина за това е сравнително късното навлизане на страната в условията на пазарна икономика. Докато в държавите с развити икономики процесите по сливане и придобиване стават популярни и започват да се развиват още през последните години на XIX век, то в Централна и Източна Европа те се осъществяват за първи път едва в края на 80-те години на XX век.

В България могат да се изведат две вълни на сливания, придобивания и поглъщания в бизнеса. „Първата протича в условията на централизирана икономика, когато държавата осъществява административни поделения на предприятия, на земеделски стопанства и т.н. Резултатите от това са негативни – след 1989 г. рухват стопанските обединения. Втората т.нар. пазарна вълна на сливания, придобивания и поглъщания се реализира в условията на пазарна икономика. При нея активен фактор е приватизацията на държавната собственост и идването на инвеститори в страната, осъществяващи сделки по сливания и поглъщания в редица отрасли, сектори и дейности – бирите, шоколадите, содите, цимента, банките и т.н.“ (Данаилов, 2013, с. 61).

Във връзка с протеклите в страната приватизационни процеси в специализираната литература се отбелязва: „Значителна част от създадените в хода на приватизацията дружества, в т.ч. РМД-та (под формата на акционерни или дружества с ограничена отговорност), постепенно изгубиха своя смисъл и функции. С цел минимизирането на оперативни и управленски разходи, намаляване дела на малцинствените собственици и реструктуриране на техния състав, както и евентуална подготовка на групата за продажба като цяло предприятия или на отделни негови най-ликвидни активи (земи, сгради), редица РМД-та се преобразуваха по следния начин: бивайки дружество-майка, приеха чрез вливане дъщерно/и/ дружества или обратното – „майка“ се влива в дъщерното. Подобна е ситуацията през 2007 г. с българските дружества в сферата на електроразпределението; през 2005-2010 г. с дружества от хранително-вкусовата и шивашката промишленост; през 2008 г. с дружества от сферата на телекомуникациите; през 2008 г. и 2009 г. с дружествата от сферата на газоснабдяването и газоразпределението (тук от общо 27 дружества в групата на „Овергаз“ АД пред 2008 г. стават 5 чрез окрупняване и вливане през 2009 г.)“ (Филипова, 2010, с. 13-14).

След периода на масова приватизация на пазара на сливанията и придобиванията в България се забелязва тенденция към преход от приватизация към чисти сливания и придобивания на компании в частния сектор. Преобладават по-скоро много на брой трансакции (около сто на година) между малки и средни предприятия и единични големи сделки, основно в банковия сектор, фармацията, медиите, недвижимите имоти и телекомуникациите. Характерно за по-мащабните сделки по сливания и придобивания у нас е, че те се осъществяват предимно с участието на чуждестранни компании и банки, поради което в българската икономика са налице глобализирани браншове, например пивоварният сектор, фармацевтичният бранш, циментовата и шоколадовата промишленост (вж. Данаилов, 2013, с. 89).

Силно изразени в България са сливанията и поглъщанията във финансовия и във фармацевтичния сектор. Една от мащабните и показателни сделки във финансовия бранш е решението за обединяване през 2007 г. на три от най-добрите български банки с утвърдени позиции на пазара – Булбанк, Ейч Би Би банк Биохим и Хеброс банк, и създаването на УниКредит Булбанк. След слива-

нето последната се превръща във водеща финансова институция у нас с над 7,5 млрд. лв. активи, с повече от 1 млн. индивидуални и корпоративни клиенти и с над 236 клонове и офиси в цялата страна.<sup>12</sup> Във фармацевтичния бранш особено активна на пазара на сливания и придобивания е компанията „Софарма АД“, която в своето развитие реализира консолидация и придобиване на редица дружества и с това разширява международната си дейност и конкурентните си позиции на вътрешния и чуждестранния пазар (вж. Иванова, 2012, с. 83).

Българската икономика се характеризира с наличието на преобладаващ брой средни и малки предприятия, в които липсва разделение на собствеността от управлението. Преобразуването на такива дружества най-общо се свързва със стремеж към съкращаване на разходи и оптимизиране на управленските процеси. От данните в информационните центрове на „Сиела“ за преобразуваните се дружества през периода 2000 - 2014 г. прави впечатление, че преобладават сделки по сливане и придобиване между дружества, опериращи в една и съща сфера на дейност, но в отделни географски райони. Тези дружества носят сходни имена и се намират под ръководството на един/едни и същ/и собственик/ци. Оттук може да се направи констатацията, че собствениците обединяват бизнеса си с цел съкращаване на разходите и постигане на икономии, елиминиране на повтарящи се дейности и подобряване на организацията на дейността.

Извършването на сливане или придобиване поради *необходимостта от финансиране* също се откроява като мотив за преобразуване в българската практика. Българските частни дружества често осъществяват тези процеси с цел подобряване на финансовите резултати от дейността, постигане на благоприятни величини на финансово-икономическите показатели при кандидатстване за финансиране чрез банкови кредити или поради желание за листване на българската фондовата борса. В подкрепа на това твърдение е изложеното от Ф. Филипова: „Вливането в някои случаи бе по схемата: непублично дружество-майка се нуждае от капитал, от финансиране и чрез вливане в публичното дъщерно дружество получава достъп до капиталовия пазар, който в България бе доста активен през периода 2005-2008 г. (Филипова, 2010, с. 13-14). Като пример авторът посочва вливането на „Химимпорт Бимас“ ЕООД през 2006 г. в публичното дружество „Параходство българско речно плаване“ АД - Русе.

Ключов двигател за инициране на сливане или вливане е мотивът, свързан с данъчния ефект от бизнес-комбинацията. Типична ситуация, в която той е приложим, е обединяването на бизнес, понасящ високи разходи от основната дейност, с дружество, установено в сферата на услугите и генериращо мащабни приходи от продажби. В този случай дружествената реформация би довела до спестяване на данъчни плащания.

Въз основа на изложеното дотук може да се обобщи, че дружествата в България най-често предприемат сливане и придобиване, водени от стремеж

<sup>12</sup> <http://unicreditbulbank.bg>; <http://money.bg/news>



към по-голям растеж, съкращаване на разходи и оптимизация на дейността, реализиране на синергични ефекти от сделката, увеличаване на пазарен дял или постигане на конкурентно предимство. Следователно икономическите мотиви за преобразуване, характерни за държавите с развити икономики, са с пълна сила действащи и приложими в българската действителност и практика.

С оглед на направените констатации и изложените концепции по отношение на наличието на управленски мотиви и подбуди при вземането на решение за преобразуване е необходимо да се направят някои уточнения в контекста на българската действителност. Безспорно управленските мотивите са напълно приложими за транснационалните компании и бизнеси в развитите икономики. Според характера и същността си обаче те са действащи най-вече в *мащабни глобални компании*, където собствеността е отделена от управлението. По данни от информационните регистри на „Сиела“ у нас се наблюдават множество сливания и вливания между *малки и средни, еднолични, непублични предприятия*, в които подобно разграничение не е типично. Следователно управленските мотиви от този вид съществуват, *но са по-рядко срещано явление в българската практика*.

В България се откриват и специфични мотиви за преобразуване, повлияни от особеностите на националната среда, като сделки по сливания и придобивания вследствие на приватизационния процес и преобразуване поради необходимостта от финансиране и листване на фондовата борса.

### **Специфика на мотивите за извършване на преобразуване от вида „разделяне“ и „отделяне“, породена от българската действителност и практика**

Процесите на преобразуване чрез разделяне и отделяне в нашата страна се характеризират с намалена активност в сравнение с тези по сливане и придобиване. Освен това осъществяването на дружествени реорганизации от такъв вид не получават достатъчна публичност и гласност сред обществото. Голяма част от предприятията представят оскъдна информация във финансовите си отчети, засягаща преобразуването. Тези обстоятелства силно затрудняват анализа на мотивите за осъществяване на преобразувания от вида „разделяне“ и „отделяне“ в българската действителност.

Съгласно информационните регистри на „Сиела“ в България се осъществяват дружествени трансформации чрез отделяне и разделяне от много на брой малки и средни предприятия. Поради намалените размери на дружествата (в сравнение с големите корпоративни структури в страните с развити икономики), инициращи отделяне или разделяне, е трудно да се дефинира в кои случаи водещ мотив за отделянето е фокусирането върху стратегията на преобразуващото се дружество и кога то е продиктувано от стремеж към акцентирание и развитие на отделената бизнес-единица. Поради тази причина като валиден за българската действителност се посочва общият мотив за *оптимизиране на корпоративната структура*. Има се предвид, че реструктурира-

нето цели фокусиране както върху стратегическите приоритети и развитието на преобразуващото се дружество, така и върху нуждите и силните страни на отделената икономическа единица. Преструктуриранията, инициирани от български дружества, се основават главно и най-често върху стремежа към оптимизиране на корпоративната структура. Пример за това е строителното дружество „Маркан“ ЕООД, което с цел постигане на ускорен растеж и повишена ефективност през 2011 г. отделя консултантската си дейност по проектиране и изграждане на сгради в новоучреденото дружество „Маркан Консулт“ ЕООД.

По отношение на мотива, насочен към *постигане на по-голяма възвръщаемост за акционерите*, трябва да се отбележи, че той е пряко свързан с увеличение на цената на акциите в периода на обявяване на намерението за преобразуване. Данните от информационните регистри на „Сиела“ показват, че за периода 2000-2014 г. по-малко от десет публични дружества са осъществили преобразуване от вида „отделяне“, като причините за преструктурирането са насочени по-скоро към оптимизация на корпоративната структура. Ето защо според нас, макар че мотивът за създаване на възвръщаемост за акционерите съществува в българската практика, той не може да бъде дефиниран като *водещ* при вземане на решение за преструктуриране чрез отделяне.

Не е необичайна практиката българските дружества да предприемат разделяне или отделяне на вътрешен бизнес-сегмент, водени от стремеж към *намаляване на информационната асиметрия*. Такъв е например един от мотивите за осъществяването през 2013 г. отделяне от производителя на лаковобояджийски материали „Оргахим“ АД - получаване на по-точна информация за и адекватна оценка на нивото и резултатите от дейността на всяко отделно производство.

Въз основа на казаното дотук можем да обобщим, че мотивите за разделяне и отделяне в България до голяма степен съвпадат и съответстват на причините, поради които големите корпоративни структури, опериращи в страните с развити икономики, предприемат тези дружествени реорганизации.

### **Мотиви за осъществяване на преобразуване между предприятия под общ контрол. Поглед върху българската практика**

Изследването на тези мотиви е от значение и се налага поради това, че такива сделки се различават по своята същност от обичайните процеси по преобразуване. Преобразуването на дружества под общ контрол е сделка, при която всички комбинирани се предприятия или бизнеси в крайна сметка са контролирани от едно и също лице/лица (физическо или юридическо) преди и след нейното извършване. Поради това подобни групови реорганизации обикновено се инициират и ръководят от контролиращото лице и не са следствие от пряка сделка между несвързани лица. В резултат е възможно цената на сделката при този вид вътрешни реструктурирания да не е справедливата стойност на прехвърляните бизнеси, нетни активи или предприятия. Следователно мотивите за осъществяването на такива сделки могат значително да се различа-

ват от тези при сделки, извършвани между предприятия, които не са под общ контрол.

На базата на емпирично изследване (Филипова, Тодорова, 2015), обхващащо мотивите и прилаганите отчетни подходи относно сделките между предприятия под общ контрол в 6 български публични дружества, се достига до извода, че причините за подобни вътрешни реструктурирания в рамките на групата са:

- *Постигане на повишена ефективност от дейността, минимизиране на оперативните разходи и оптимизиране на управленските процеси.*

- *Реструктуриране на определени дългове (заеми) в рамките на групата.* В подкрепа на тези мотиви в цитираното проучване се изследва публичното дружество „Тодоров“ АД и вливането на дъщерното му дружество „Винополи“ ЕООД през 2010 г. В резултат от анализа на основните финансови показатели на преобразуващите се дружества преди, по време на и след вливането се констатира, че след извършеното вливане е намалял броят на заетите лица (персонал), което говори за опит за редуциране на трудовите разходи. Почти наполовина е спаднал размерът на дългосрочните пасиви, което показва, че предприятието се опитва да реструктурира дълговете си. Подобрени след вливането са показателите относно имобилизацията на имуществото, покриването на краткосрочните задължения и ефективността на приходите - това отново насочва към предположението, че водещ мотив е по-доброто управление на преобразуваните дружества и постигането на синергични ефекти от сделката.

- *Подготовка за публично листване на реструктурираното/ите дружество/а.* Този мотив може да се открие при осъщественото отделяне на „Арома Козметикс“ АД и „Арома Риъл Естейт“ АД от публичното дружество „Арома“ АД. В резултат от отделянето активите на преобразуващото се дружество са преоценени по справедлива стойност. Вследствие на това нарастват нетните активи на новообразуваните дружества, което води до по-голяма стойностна величина на регистрирания им основен капитал. Имайки предвид, че съгласно Закона за публично предлагане на ценни книжа<sup>13</sup> новообразуваните дружества се регистрират като публични такива автоматично след отделянето, можем да допуснем, че един от мотивите за извършената вътрешна реорганизация е подготовката за листване на фондовата борса.

- *Оказване на влияние върху пазарните цени на участващите в преобразуването на дружества.* Пример за това е повишаването на пазарните цени при осъщественото вливане на „Софарма Логистика“ в „Софарма Трейдинг“ през 2010 г., както и на предприятието-майка „Химимпорт Груп“ ЕАД в дъщерното му дружество „Зърнени храни България“ АД през 2012 г. В периода преди, по време на и след преобразуването и при двете вливания се забелязва тенденция към

---

<sup>13</sup> В сила от 31.01.2000 г., последно доп. ДВ. бр. 62 от 9 август 2016, изм. ДВ. бр. 76 от 30 септември 2016 г.

покачване на цените на акциите на дружествата-правоприемници (вж. Филипова, Тодорова, 2015а, с. 26-27 и 29-30).

• *Подготовка за продажба на определени бизнеси.* Този мотив е особено характерен за осъществяването на преобразуване между предприятия под общ контрол, тъй като е обусловен от обстоятелството, че преобразуващите се дружества са контролирани от един/и и същ/и собственик/ци.

\*

По отношение на сливането и придобиването на дружествата като форма на преобразуване икономическите мотиви са валидни и действащи както при сделки между български дружества, така и при транзакции, реализирани от чуждестранни компании. Процесите по сливане и придобиване в България се осъществяват главно с цел повишаване на икономическата стойност на участващите в тях дружества. Най-често тези транзакции са мотивирани от стремеж към постигане на синергични ефекти от сделката и на растеж. Редки са случаите на преобразуване между български дружества, мотивирано от управленски подбуди или от желанието за диверсификация на дейността. Това се дължи на спецификата и състоянието на българската икономика, която се характеризира с преобладаващ брой малки и средни предприятия.

Мотивите за осъществяване на разделяне и отделяне в българската практика до голяма степен съвпадат и съответстват на причините, поради които големите чуждестранни компании предприемат тези дружествени реорганизации. При сделки между български предприятия е нетипично главният мотив при решението за преобразуване да бъде стремежът към постигане на допълнителна доходност за акционерите, което се дължи на ограничения брой публични компании, извършващи операции по преобразуване.

Има също и някои мотиви за преобразуване, типични за българската практика. Те са повлияни от особеностите на националната среда и не са характерни за преобразуванията, предприемани от чуждестранни дружества. Към тази група се отнасят сделките по сливане и придобиване, чието възникване е повлияно от приватизационния процес у нас, преобразуването поради необходимостта от финансиране и листване на фондовата борса.

Характерна мотив за осъществяване на преобразуване между предприятия под общ контрол е подготовката за продажба на определени бизнеси. Дискусионен и специфичен е мотивът за оказване на влияние върху пазарните цени на участващите в преобразуването предприятия, който до този момент се проявява главно при преобразувания под общ контрол.

Независимо че съществува разлика в мотивите за преобразуване между българските дружества и големите транснационални корпорации, стремежът към повишаване на икономическата стойност на компаниите след транзакцията е обединяваща цел на преобразуването както на национално, така и на глобално равнище. С други думи, икономическите мотиви и в частност желанието

за постигане на растеж и на по-голяма ефективност са цели, мотивиращи сделките по преобразуване както в българската практика, така и в страните с развити икономики.

*Използвана литература:*

*Данаилов, Д.* (2013). Сливанията, придобиванията и поглъщанията в международния бизнес – поуки, нови тенденции и предизвикателства. С.: Издателски комплекс-УНСС.

*Иванова, В.* (2012). Сливанията и поглъщанията в международния бизнес. Варна: УИ ВСУ „Черноризец Храбър”.

*Младенова, З.* (2011). Неокласическата теория в края на XX – началото на XXI век. Постигания, проблеми, перспективи (част първа). Изд. „Стено“.

*Младенова, З.* (2015). Глобализация на икономиката и новата парадигма на развитието. Варна: Изд. „Наука и икономика”.

*Филипова, Ф.* (2014). Настоящи проблеми на справедливата оценка и прилагането ѝ при вливане на търговски дружества. - ИДЕС, бр. 6.

*Филипова, Ф., С. Тодорова* (2015). Отчитане на бизнес комбинации и реструктурирания между предприятия под общ контрол: Поглед върху българската практика (част първа). - ИДЕС, бр. 3.

*Филипова, Ф., С. Тодорова* (2015а). Отчитане на бизнес комбинации и реструктурирания между предприятия под общ контрол: Поглед върху българската практика (част втора). - ИДЕС, бр. 4.

Доклад на „Прайсуотърхаус Купърс. CEE M&A Survey 2006, Maturity, momentum and mega-deals, Central&Eastern Europe, [www.pwc.com/bg](http://www.pwc.com/bg),

*Ahammad, M., K. W. Glaister* (2008). Recent trends in UK cross-border mergers and acquisitions. - Management Research News, Vol. 31, issue 2, p. 86-98.

*Allen, J. W., S. L. Lummer, J. J. McConnell and D. K. Reed* (1995). Can Takeover Losses Explain Spin-Off Gains? - The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 30, N 4 (December), p. 465-485.

*Aron, D.* (1991). Using the capital market as a monitor: corporate spin-offs in an agency framework. - RAND Journal of Economics, 1991, Vol. 22, issue 4, p. 505-518.

*Badík, M.* (2007). Motives and reasons of the bank mergers in the EU. Czech Grant Agency Support grant GAČR N 402/05/2758

*Chemmanur, J., A. Yan* (2004). A theory of corporate spin-offs. - Journal of Financial Economics, 72, p. 259-290.

*Chemmanur, Th. J., K. Krishnan, D. K. Nandy* (2014). The effects of corporate spin-offs on productivity. - Journal of Corporate Finance, 27, p. 72-98.

*Cusatis, P. J., J. A., Miles, R. J Woolridge* (1993). Restructuring through spin-offs. - Journal of Financial Economics., 33, p. 293-311.

*Daley, L., V. Mehrotra, R. Sivakumar* (1997). Corporate focus and value creation: evidence from spin-offs. - Journal of Financial Economics, 45, p. 257-281.

*Dodd, P.* (1980). Merger Proposals, Managerial Discretion and Stockholder Wealth. - Journal of Financial Economics, 8 (June).

*Eger, C. E.* (1983). An Empirical Test of the Redistribution Effect of Mergers. - Journal of Financial and Quantitative Analysis, 18 (December), p. 547-572.

*Gaughan, P. A.* (2015). Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings, Sixth Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons. Inc.

*Hien Thu Nguyen, Kenneth Yung and Qian Sun* (2012). Motives for Mergers and Acquisitions: *Ex-Post* Market Evidence from the US. - Journal of Business Finance & Accounting, 39(9) & (10), November/December, p. 1357–1375.

*Keller, J. J.* (1995). AT&T: The Second Breakup - Divide to Conquer: Defying Merger Trend, AT&T Plans to Split into Three Companies. - The Wall Street Journal, 09-21.

*Malatesta, P.* (1983). Wealth effects of merger activity. - Journal of Financial Economics, 11.

*Morck, R, A. Shleifer and R. W. Vishny* (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? - Journal of Finance, 45, p. 31-48.

*Mueller, D.* (1969). A theory of conglomerate mergers. - Quarterly Journal of Economics, p. 643-659.

*Roll, R.* (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. - Journal of Business, 59, N 2 (April), p. 197-216.

*Schipper, K., A. Smith* (1983). Effects of recontracting on shareholder wealth: the case of voluntary spin-offs. - Journal of Financial Economics, 12, p. 437-467.

*Sudarsanam, S., P. Holl, A. Salami* (1996). Shareholder wealth gains in mergers: Effect of synergy and ownership structure. - Journal of Business Finance & Accounting, July, Vol. 23, issue 5/6, p. 673-698.

*Trautwein, F.* (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions. - Strategic Management Journal, Vol. 11, N 4 (May - June), pp. 283-295.

*Varaiya, N. P.* (1989). Winners curse hypotheses and corporate takeovers. - Managerial and Decision Economics, 9,.

UNCTAD (2000). World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development. United Nations. Conference on Trade and Development. Geneva: United Nations, XXXVIII.

*Интернет източници:*

Информационни регистри на „Сиела“, <http://www.ciela.net/>

<http://www.capital.bg/>

<http://marketrealist.com/>

<http://m.investor.bg/>

<http://www.eweek.com/>

<http://ureport.bg/Ureport>

<http://www.spinoffresearch.com/>

15.VI.2016 г.